

**Mezzanine Finance –
Mischform mit Zukunft**

Economic Briefing Nr. 42

Impressum

Herausgeber

Credit Suisse Economic Research
CH-8070 Zürich

Verantwortung für die Reihe Economic Briefing

Cesare Ravara, Telefon +41 44 333 59 12, cesare.ravara@credit-suisse.com

Autoren

Thomas Enz, Telefon +41 44 334 39 40, thomas.enz@credit-suisse.com
Cesare Ravara, Telefon +41 44 333 59 12, cesare.ravara@credit-suisse.com

Redaktionsschluss

27. Dezember 2005

Layout und Grafiken

Helena Rupp Grau, Telefon +41 44 333 66 49, helena.rupp@credit-suisse.com
Peter Vetsch, Grafik und Typografie, 7000 Chur, Telefon +41 81 250 10 55,
peter.vetsch@bluewin.ch

Druck

Druckerei Schmid & Schaudt, Quellenstrasse 27, CH-8031 Zürich,
Telefon +41 44 272 34 01, schmidshaudt@bluewin.ch

Erscheinungsweise

Ca. 4 Ausgaben pro Jahr gemäss Aktualität der Themen.
Für frühere Ausgaben siehe Seite 19.

Abonnements und Bestellungen

Direkt bei Ihrem Kundenberater oder bei jeder Credit Suisse-Geschäfts-
stelle. Interne Bestellungen via Netshop mit Mat.-Nr. 1542071. Abonne-
ments mit Publicode EBD (HOST: WR10). Einzelexemplare über EBIC
Fax +41 44 333 37 44 oder e-mail an daniel.challandes@credit-suisse.com

Besuchen Sie uns auf dem Internet

www.credit-suisse.com/research

Titelbild

Matthias Clamer / Stone

Disclaimer

Dieses Dokument wurde vom Economic Research der Credit Suisse hergestellt und ist nicht das Ergebnis einer/unserer Finanzanalyse. Daher finden die «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» der Schweizerischen Bankiervereinigung auf vorliegendes Dokument keine Anwendung.

Diese Publikation dient nur zu Informationszwecken. Die darin vertretenen Ansichten sind diejenigen des Economic Research der Credit Suisse zum Zeitpunkt der Drucklegung (Änderungen bleiben vorbehalten).

Die Publikation darf mit Quellenangabe zitiert werden. Copyright 2006, Credit Suisse.

Inhalt	Zusammenfassung	4
	1 Herausforderung Unternehmensfinanzierung	5
	2 Was ist Mezzanine Finance?	6
	2.1 Begriffsumschreibung	6
	2.2 Erscheinungsformen	6
	3 Besonderheiten der Mezzanine-Finanzierung	8
	3.1 Charakteristika	8
	3.2 Vor- und Nachteile	8
	3.3 Flexibel gestaltbare Vergütung	9
	4 Mezzanine-Finanzierung in der Praxis	11
	4.1 Vielfältige Einsatzmöglichkeiten	11
	4.2 Einschränkungen	12
	5 Der Markt für Mezzanine-Finanzierungen	13
	5.1 Eine Bestandesaufnahme für Europa	13
	5.2 Die Sicht der Investoren	15
	6 Fazit	17
	Anhang: Mezzanine-Finanzierungsinstrumente	18
	Bibliographie	19
	Archiv	19

Zusammenfassung

In Zeiten angespannter Wirtschaftslage oder eines hohen Investitionsbedarfs sind den Möglichkeiten, das Wachstum zu finanzieren oder die Eigenkapitalausstattung zu stärken, auch bei gut geführten und ertragsstarken Unternehmen Grenzen gesetzt. Es öffnen sich Finanzierungslücken, welche die zukunftsorientierte Positionierung eines Unternehmens hemmen.

Die Ertragskraft bestimmt im Wesentlichen die Fähigkeit eines Unternehmens, Eigenkapital und Fremdkapital aufnehmen zu können. Der Gang an den Kapitalmarkt, um in grossem Umfang Aktien oder Unternehmensanleihen zu begeben, steht allerdings lediglich einem kleinen Teil von Unternehmen offen. Bankkredite sind demzufolge für viele Unternehmen die entscheidende Fremdfinanzierungsquelle. Gemessen an den unternehmerischen Risiken ist aber die Eigenkapitalausstattung der Firmen oft unzureichend, was die Kreditfähigkeit schmälert.

Für jedes Investitionsprojekt, für jedes Geschäftsmodell und für jede Unternehmensphase gibt es eine optimale Finanzierungsstruktur. Bankkredite sind für viele, nicht aber für alle Finanzierungsanliegen das ideale Instrument. Allen Finanzierungsmodellen gemeinsam ist, dass mit steigendem unternehmerischen Risiko das Eigenkapital zu erhöhen ist, damit unerwartete Rückschläge abgefedert werden können. Voraussetzung für die Attraktivität eines jeden Finanzierungsinstrumentes ist, dass die Konditionen für beide Seiten dem in Aussicht gestellten Ertrag und den eingegangenen Risiken angemessen sind.

Als Ergänzung zu den traditionellen Formen der Unternehmensfinanzierung rücken alternative Finanzierungsarten wie Mezzanine Finance ins Zentrum der Aufmerksamkeit. Mezzanine ist eine Finanzierungsvariante, bei der Elemente der Fremd- und Eigenkapitalfinanzierung kombiniert werden. Mezzanine-Kapital zählt wirtschaftlich zum Eigenkapital, steuerlich hingegen gilt es als Fremdkapital. Demzufolge wird Mezzanine-Kapital gegenüber den Fremdkapitalgebern nachrangig und gegenüber dem reinen Eigenkapital vorrangig behandelt. Somit schlägt sich das von Mezzanine-Investoren gegenüber traditionellen Fremdkapitalgebern zu tragende höhere Risiko in einer höheren Vergütung nieder. Diese kann nebst einer Zinskomponente auch eine Erfolgsprämie beinhalten. Die Vergütungsform lässt sich dynamisch an die wirtschaftliche Entwicklung des Unternehmens anpassen.

Mezzanine-Kapital schafft unternehmerischen Gestaltungsspielraum, indem es das Spektrum an Finanzierungsalternativen ausweitet. Mezzanine-Instrumente gewinnen an Bedeutung, fallen aber im Verhältnis zur klassischen Kreditfinanzierung noch wenig ins Gewicht. Vorliegendes Economic Briefing stellt diese Mischform der Unternehmensfinanzierung in ihren Grundzügen dar und beleuchtet deren Einsatzmöglichkeiten sowie praktische Anwendung.

1 Herausforderung Unternehmensfinanzierung

- Ein anspruchsvolles wirtschaftliches Umfeld und die schwierige Suche nach Kapital rufen nach neuen Finanzierungsansätzen
- Mittelstandsunternehmen brauchen oft eine stärkere Eigenkapitalbasis, geben aber ungern die Firmenkontrolle aus der Hand

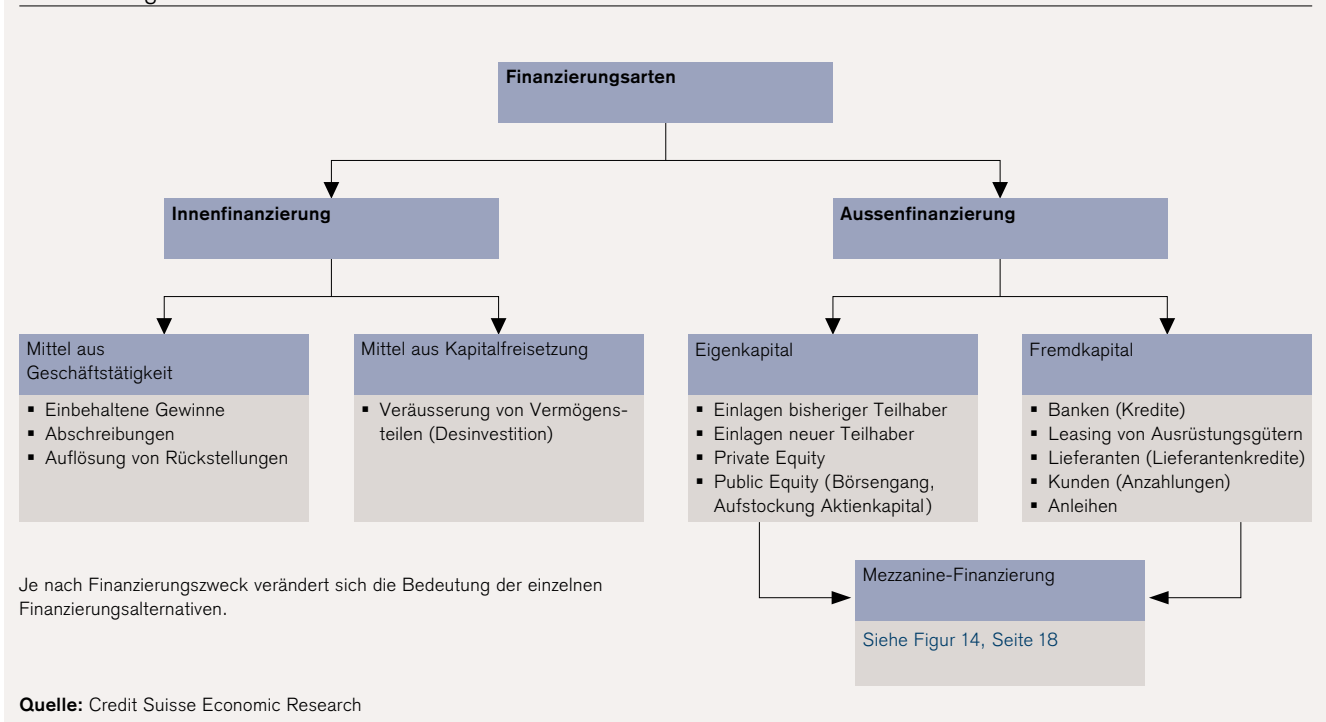
Für viele Unternehmen in der Schweiz ist der Bankkredit die wesentliche Aussenfinanzierungsquelle. Insbesondere kleine und mittlere Unternehmen (KMU) zeichnen sich dadurch aus, dass sie sich in hohem Masse über Kredite finanzieren, da sie in der Regel nicht auf den Kapitalmarkt zurückgreifen können. Viele Unternehmen sind jedoch durch das Marktumfeld vor die Notwendigkeit gestellt, neue Finanzierungswege zu erschliessen. Der wachsende Wettbewerbsdruck verlangt von den Unternehmen anspruchsvolle Strategien und Entscheide, um in dynamischen Märkten bestehen zu können. Diese Veränderungsprozesse umfassen insbesondere die Erschliessung neuer und wachsender Absatzmärkte, Investitionen in neue Produkte, Technologien und Sicherheitsvorkehrungen, Firmenakquisitionen, Desinvestitionen von Unternehmensteilen, die nicht zum Kerngeschäft gehören, sowie die Regelung der Unternehmensnachfolge oder eines Gesellschafterwechsels. Eine

zentrale Herausforderung für die Wirtschaft wird in Zukunft die Sicherung der anstehenden Unternehmensnachfolgen sein. Die Unternehmen können immer weniger mit einer familieninternen Nachfolge rechnen. Die Finanzierung dieser Veränderungen hat einen hohen Kapitalbedarf mit erhöhter Risikobereitschaft zur Folge, der oft nicht mehr nur mit Eigenmitteln (zusätzliche Einlagen, Cash Flow, Reingewinn) und Krediten gedeckt werden kann.

Die Inanspruchnahme von Krediten kann erschöpft sein, wenn der Verschuldungsgrad des Unternehmens bereits sehr hoch ist, keine Sicherheiten vorhanden sind oder aus Risiko- und Rentabilitätsaspekten keine weitere Kreditaufnahme möglich ist. Die direkte Kapitalmarktfinanzierung (Anleihe, Aktie) oder Beteiligungskapital von Finanzinvestoren (Private Equity) als alternative Möglichkeiten der Aussenfinanzierung kommen angesichts der damit verbundenen hohen Anforderungen an Emissionsvolumen, Publizitäts- und Rechnungslegung sowie Firmengrösse nur für einen kleinen Kreis von Unternehmen in Frage. In der Regel sind dies grosse, international ausgerichtete Firmen. Viele Unternehmen scheuen zudem die Mitsprache- und Mitbestimmungsrechte, die mit einer Beteiligungsfinanzierung verbunden sind. Banken stellen nur in Ausnahmefällen Risikokapital zur Verfügung und können aus Risiko- und Sorgfaltsüberlegungen fehlende Eigenmittel nicht durch höhere Kredite ausgleichen. Als Ergänzung zu den traditionellen Unternehmensfinanzierungsformen (Figur 1) rücken daher alternative Finanzierungsarten wie Mezzanine Finance ins Blickfeld.

Figur 1

Finanzierungsalternativen von Unternehmen



2 Was ist Mezzanine Finance?

2.1 Begriffsumschreibung

- Mezzanine Finance als Sammelbegriff für hybride Finanzierungsformen
- Mezzanine-Kapital als Brücke zwischen Eigenkapital und Fremdkapital
- Risiko-Rendite-Profil abhängig von der jeweiligen Ausgestaltung der Mezzanine-Finanzierung

Der Begriff «Mezzanine» (vom italienischen «mezzanino») stammt ursprünglich aus der Architektur und bezeichnet ein Zwischengeschoß zwischen zwei Haupttagen eines Gebäudes.¹ In der Unternehmensfinanzierung handelt es sich im übertragenen Sinn um den Sammelbegriff für hybride Finanzierungsformen, die Elemente der Fremd- und Eigenkapitalfinanzierung miteinander verbinden. Aus der Bilanzperspektive nimmt Mezzanine-Kapital als Mischform eine flexible Brückenfunktion zwischen reinem Eigenkapital und reinem Fremdkapital ein (Figur 2) und vermag so Finanzierungslücken zu schliessen, die durch die klassischen Formen der Unternehmensfinanzierung nicht gedeckt werden können. Aufgrund seines hybriden Charakters weist Mezzanine-Kapital im Vergleich zu den traditionellen Unternehmensfinanzierungsformen eine Reihe von Vorteilen auf, die auch im Rahmen von KMU-Finanzierungen wirkungsvoll genutzt werden können.

2.2 Erscheinungsformen

Die Mezzanine-Finanzierung ist kein eigenständiges Finanzierungsinstrument wie etwa ein Kredit oder eine Aktie, sondern ein hybrides Konstrukt, das sich verschiedener bereits seit langem bestehender Instrumente bedient (Figur 2 und Anhang). Zu den wichtigsten Mezzanine-Finanzierungsinstrumenten zählen Nachrangdarlehen, partiarische Darlehen, stille Beteiligungen, Genussrechte sowie Wandel- und Optionsanleihen. Die verschiedenen Instrumente zeichnen sich dadurch aus, dass sie vielfältig, flexibel und in nahezu beliebiger Weise kombiniert auf die spezifischen Finanzierungsbedürfnisse sowohl von privaten als auch börsenkotierten Unternehmen zugeschnitten werden können.² Diese Flexibilität und Vielseitigkeit bezieht

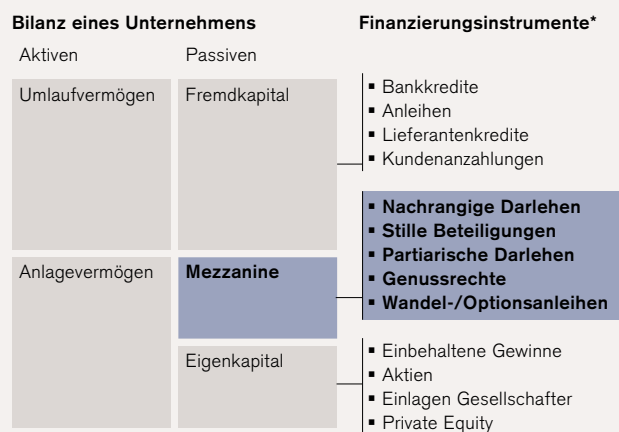
sich auf Volumen, Laufzeit, Rückzahlungsmodalitäten sowie Vergütungsregelungen. Entsprechend diesen Eigenschaften sind die Gestaltungsmöglichkeiten von Mezzanine-Finanzierungen in der Praxis sehr vielfältig.

Klassifizieren lässt sich die Mezzanine-Finanzierung in Bezug auf die konkrete Ausgestaltung zum einen an ihrer Stellung zwischen Eigen- und Fremdkapital (Equity vs. Debt Mezzanine) in der Bilanz und zum anderen je nach Handelbarkeit zwischen buchmässigen (Private Mezzanine) und kapitalmarktfähigen (Public Mezzanine) Titeln. Letztere können ihrerseits sowohl öffentlich (z.B. Börse) als auch privat platziert werden. Zu Equity Mezzanine werden solche Mezzanine-Finanzierungen gezählt, die zu einer Stellung des Kapitalgebers führen, die einem Gesellschafter relativ nahe kommt. Umgekehrt werden zu Debt Mezzanine diejenigen Finanzierungen gerechnet, bei der die Stellung des Kapitalgebers jener eines Fremdkapitalgebers ähnlich ist.³ Je nach Nähe zu reinem Fremd- bzw. Eigenkapital kann sich für den Mezzanine-Investor ein unterschiedliches Rendite-Risiko-Profil ergeben (Figur 3).

Im Laufe der Zeit hat sich in der Praxis in Europa und den USA ein abweichendes Verständnis von Mezzanine entwickelt, was auf die unterschiedlichen rechtlichen und finanzsystemrelevanten Rahmenbedingungen (z.B. Konkurs- und Steuerrecht, Publizitätspflichten, Anlegerschutz usw.) zurückzuführen ist.⁴ Entsprechend diesen länderspezifischen Gegebenheiten spielen in Europa (exklusive

Figur 2

Mezzanine-Kapital versus Fremd- und Eigenkapital



* Die Darstellung der Finanzierungsinstrumente ist nicht abschliessend.

Quelle: Credit Suisse Economic Research in Anlehnung an Müller-Känel (2004)

¹ Nachfolgende Ausführungen basieren im Wesentlichen auf: Müller-Känel (2004).

² Allerdings setzen steuerliche Regelungen Grenzen bei der Gestaltung von Mezzanine-Finanzierungslösungen.

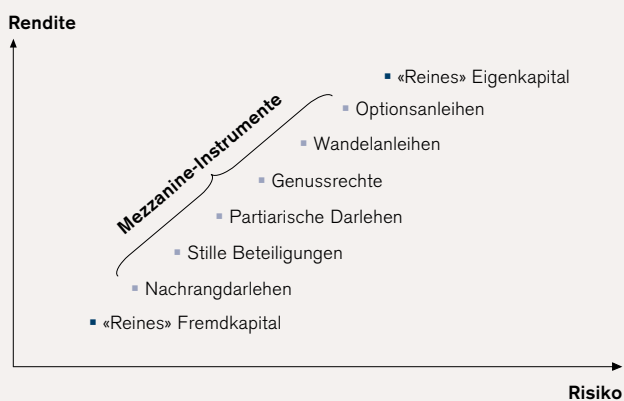
³ Vgl. Müller-Känel (2004) und Plankensteiner/Rehbock (2005).

⁴ Mehr zur unterschiedlichen Ausprägung von Unternehmensfinanzierungssystemen ist dem Economic Briefing Nr. 39 (2005) – Systeme der Unternehmensfinanzierung – zu entnehmen.

Grossbritannien) – gesamtwirtschaftlich gesehen – Kredite eine wichtigere Rolle in der Unternehmensfinanzierung als in den USA, wo dem Kapitalmarkt als Finanzierungsquelle eine grössere Bedeutung zukommt. Dies widerspiegelt sich auch in der praktischen Anwendung von Mezzanine. In Europa lehnen sich die Formen von Mezzanine stärker der Kreditfinanzierung an (z.B. nachrangige und partiarische Darlehen), während in den USA Mezzanine-Finanzierungen vorwiegend als kapitalmarktfähige Anleihenvariante (z.B. Wandelanleihe) in Erscheinung treten.⁵ Im kontinentaleuropäischen Raum ist Mezzanine-Kapital daher meistens fremdkapitalorientiert (Debt Mezzanine) und nicht am Kapitalmarkt handelbar (Private Mezzanine). Der Fokus der folgenden Ausführungen liegt deshalb auf fremdkapitalähnlichem Private Mezzanine, wenngleich die Aussagen grösstenteils auch auf öffentlich orientiertes Mezzanine (Public Mezzanine) zutreffen.

Figur 3

Rendite-Risiko-Charakteristika von Mezzanine-Instrumenten



⁵ Vgl. Müller-Känel (2004).

3 Besonderheiten der Mezzanine-Finanzierung

3.1 Charakteristika

- Mezzanine-Mittel werden im Falle eines Konkurses als «Quasi-Eigenkapital» gegenüber Fremdkapital nachrangig und gegenüber reinem Eigenkapital vorrangig behandelt
- Schliessen von Finanzierungslücken und Kapitalgrundlage für die Realisierung von Unternehmensvorhaben, wofür traditionelle Kreditfinanzierung ungünstig oder bereits ausgeschöpft ist
- Flexible Ausgestaltung der Vergütung und der Rückzahlung des Mezzanine-Kapitals je nach Liquiditätssituation des Unternehmens

Zentrales Merkmal von Mezzanine-Kapital ist die Nachrangigkeit der Mezzanine-Investoren im Falle von Konkurs, Nachlass oder Liquidation gegenüber den anderen Fremdkapitalgläubigern. Das heisst: im Falle eines Konkurses werden in der Regel zuerst die vorrangigen Fremdkapitalgeber bedient und dann die Mezzanine-Gläubiger. Deshalb werden Mezzanine-Mittel – obwohl rechtlich bzw. steuerlich als Fremdkapital eingestuft – auch als «wirtschaftliches Eigenkapital» oder «Quasi-Eigenkapital» bezeichnet, weil es aus Sicht der vorrangigen Fremdkapitalgeber haftendes Eigenkapital darstellt. Im Vergleich zu reinen Eigenkapitalgebern werden Mezzanine-Investoren aber als vorrangig eingestuft.

Mezzanine-Mittel werden im Gegensatz zu Eigenkapital in der Regel zeitlich befristet zur Verfügung gestellt, bis das Unternehmen durch Gewinnthesaurierung genügend «echtes» Eigenkapital generieren kann. Mit der Nachrangigkeit verbunden ist normalerweise, dass für Mezzanine-Kapital keine Sicherheiten in Form von Immobilien, Anlagen usw. wie bei der klassischen Kreditfinanzierung gestellt werden müssen und die Kündigungsrechte eingeschränkt sind. **Figur 4** zeigt in einer Übersicht die wichtigsten Gemeinsamkeiten und Unterschiede von Mezzanine gegenüber der klassischen Kredit- und Eigenkapitalfinanzierung und illustriert damit den hybriden Charakter dieser alternativen Form der Unternehmensfinanzierung.

3.2 Vor- und Nachteile

Die Mezzanine-Finanzierung ist für die Unternehmen im Vergleich zu den herkömmlichen Finanzierungsformen mit einer Reihe von Vorteilen verbunden (**Figur 5**). Unmittelbar erhält die Gesellschaft die notwendigen Mittel zur Umsetzung erfolgversprechender Unternehmensvorhaben (z.B. Expansion), wenn der Mittelbedarf die Möglichkeiten der Kredit- und Eigenmittelfinanzierung übersteigt. Mittelbar kann ein Unternehmen durch die Qualifizierung von Mezzanine-Kapital als wirtschaftliches Eigenkapital seine Bilanzstruktur verbessern, d.h. eine günstigere Relation von Eigen- zu Fremdkapital erlangen. Dies kann – im Hinblick auf ein gegebenenfalls verbessertes Rating, bedingt durch eine höhere Eigenkapitalquote – zu einer Verbesserung der Finanzierungsbedingungen in Form von günstigeren Kreditkonditionen und erweitertem Spielraum bei der Aufnahme von zusätzlichem Fremdkapital führen. Insbesondere für Unternehmen, denen der Zugang zum Kapitalmarkt verschlossen ist, stellt Mezzanine eine Alternative dar, um eigenkapitalähnliche Mittel zu beschaffen und so ihre Bilanzstruktur zu verbessern. Die geringere Kontraktgrösse und die schnellere Umsetzbarkeit sind aus Sicht vieler Unternehmen weitere Vorzüge im Vergleich zur öffentlichen Kapitalaufnahme.

Figur 4

Merkmale von Mezzanine-Kapital im Vergleich

	Klassischer Kredit	Mezzanine	Eigenkapital
Wirtschaftliche Betrachtungsweise	Fremdkapital	Eigenkapital	Eigenkapital
Rechtliche Betrachtungsweise	Fremdkapital	Fremdkapital	Eigenkapital
Steuerliche Wirkung	Schuldzinsen abzugsfähig	Schuldzinsen abzugsfähig	Kapitalsteuer
Mitbestimmung Investor	Keine direkte Mitbestimmung	Keine direkte Mitbestimmung	Direkte Mitbestimmung
Laufzeit	4–5 Jahre, befristet	5–8 Jahre, befristet	Langfristig
Sicherheiten	i. d. R. besichert	Ohne Sicherheiten	Ohne Sicherheiten
Verwendungszweck	Vertraglich festgelegt	Nicht festgelegt	Nicht festgelegt

Quelle: Credit Suisse Economic Research

Ein wesentlicher Vorteil von Mezzanine gegenüber der Eigenkapitalfinanzierung liegt darin, dass die bisherigen Gesellschafter wirtschaftliches Eigenkapital aufnehmen können, ohne dadurch eine Verwässerung ihrer Eigentumsposition oder einen Verlust der Eigentumsrechte in Kauf nehmen zu müssen. Dies ist für eigentümergeführte Unternehmen ein wichtiges Kriterium. Darüber hinaus können die Gesellschafter durch die Aufnahme von Mezzanine-Kapital weiterhin eigenständiger agieren, als dies bei Hereinnahme eines zusätzlichen Eigenkapitalinvestors der Fall wäre, weil Mezzanine-Kapitalgeber in der Regel weitgehend auf Mitsprache- und Mitbestimmungsrechte im finanzierten Unternehmen verzichten. Bedingt durch den Rangrücktritt und die fehlende Besicherung von Mezzanine-Kapital fordern die Investoren aber im Gegenzug detaillierte und zeitnahe Informationen zur wirtschaftlichen Entwicklung des Unternehmens und schreiben diesem in der Regel konkret einzuhaltende Finanzkennzahlen, sogenannte Covenants⁶, vor. Für die Unternehmen – insbesondere für KMU – ergeben sich dadurch erhöhte Anforderungen hinsichtlich Rechnungswesen, Controlling und Informationspolitik. Umgekehrt erfordert es für Mezzanine-Investoren ein intensives Monitoring.

3.3 Flexibel gestaltbare Vergütung

Die Nachrangigkeit von Mezzanine-Kapital gegenüber dem übrigen Fremdkapital bedeutet ein höheres Risiko als bei

klassischem Fremdkapital. Die Renditeerwartung des Mezzanine-Finanzierers liegt daher über derjenigen eines klassischen Kreditgebers, aber unter derjenigen des Eigenkapitalinvestors (Figur 3, Seite 7). Abhängig vom spezifischen Risiko des Mezzanine-Kapitalnehmers einerseits und der Nachrangigkeit bzw. der durch den Mezzanine-Investor getragenen Haftung andererseits beträgt dessen Zielrendite zwischen 12 % und 20 %.⁷ Grundsätzlich gilt jedoch, dass eine Aufnahme von Mezzanine-Kapital die wirtschaftliche Eigenkapitalbasis stärkt, was sich günstig auf die Kreditkonditionen auswirken kann und damit eine teilweise Kompensation der höheren Zinsen auf Mezzanine-Darlehen ermöglicht. Zusätzlich kann sich die Finanzierung mittels Mezzanine über den Hebel- bzw. Leverage-Effekt positiv auf die gesamten Kapitalkosten eines Unternehmens auswirken (Figur 6, Seite 10).⁸

Die Ausgestaltung der Vergütung kann sehr unterschiedlich erfolgen. Üblich ist neben einer Zinskomponente eine erfolgsabhängige Prämie in Form einer Partizipation am Unternehmenserfolg bzw. einer Option auf den Erwerb oder Erhalt von Gesellschaftsanteilen (sog. Equity Kicker). Die Zinskomponente kann sich aus einem festen, für die ganze Laufzeit fixierten Zins, einer variablen Verzinsung, die sich am Gewinn oder zu definierenden Performance-Kennzahlen orientiert, oder einer sogenannten «Zero-Cash-Coupon-Konstruktion»⁹ zusammensetzen. Der Equity Kicker stellt ein Wandelrecht auf Anteile des finanzierten Unter-

Figur 5

Vor- und Nachteile von Mezzanine für Unternehmen

Vorteile

- Schliessen von Finanzierungslücken und Kapitalgrundlage für die Realisierung von Unternehmensvorhaben
- Verbesserung der Bilanzstruktur und damit der Bonität, was einen positiven Einfluss auf das Unternehmensrating und den Finanzierungsspielraum haben kann
- Stärkung des wirtschaftlichen Eigenkapitals, ohne eine Kapitalverwässerung oder einen Verlust von Eigentumsrechten in Kauf nehmen zu müssen
- Steuerlich absetzbare Zinsen und flexible Ausgestaltung der Vergütung
- Mehr unternehmerische Freiheit des Unternehmens und begrenztes Mitspracherecht des Mezzanine-Kapitalgebers

Quelle: Credit Suisse Economic Research

Nachteile

- Höhere Kosten gegenüber der klassischen Kreditfinanzierung
- Gegenüber reinem Eigenkapital nur zeitlich befristete Kapitalüberlassung
- Erhöhte Transparenzfordernisse

6 Covenants sind umfangreiche Verpflichtungserklärungen, die dem Kapitalgeber ein frühes Gegensteuern bei Planabweichungen erlauben. Covenants beinhalten beispielsweise die Festlegung des maximalen Verschuldungsgrades, die Erreichung Cash-Flow-relevanter Kennziffern oder die Einhaltung bestimmter Berichts- und Informationspflichten. Diese Regelungen nehmen an Bedeutung zu, je riskanter die Position des Kapitalgebers ist.

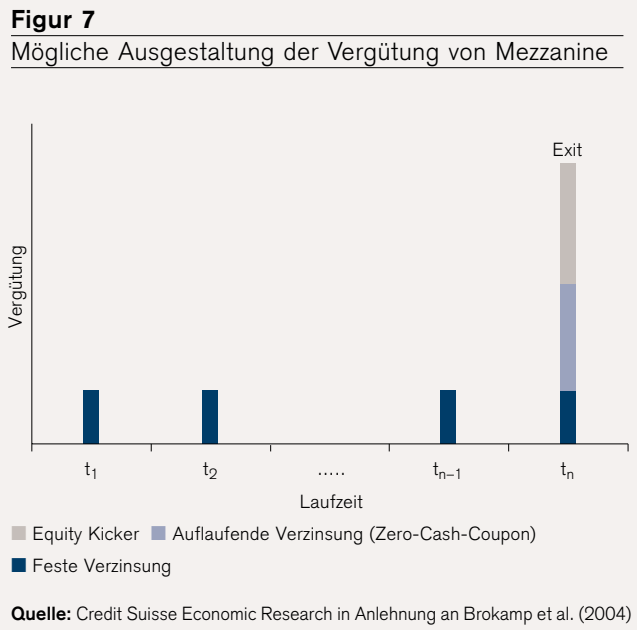
7 Vgl. Müller-Känel (2004).

8 Der Hebel- bzw. Leverage-Effekt bezeichnet die Abhängigkeit der gesamten Kapitalkosten bzw. der Eigenkapitalrentabilität vom Anteil der Fremdfinanzierung, dessen Verzinsung in der Regel unter den Gesamtkapitalkosten liegt. Der Hebeleffekt besteht darin, dass je höher der Anteil des Fremdkapitals (Verschuldungsgrad) ist, desto tiefer sind die gesamten Kapitalkosten bzw. desto höher ist dann die Eigenkapitalrentabilität.

9 Bei der «Zero-Cash-Coupon-Konstruktion» – auch «Payment-in-Kind» oder «Loan with Deferred Interest» genannt – erfolgt die Auszahlung der Zinsen nicht laufend, sondern bei Verfall in der Höhe der aufgelaufenen Zinsen. Dies entlastet den finanzierungsbedingten Mittelabfluss. Dadurch kann beispielsweise für ein Unternehmen in einer ersten Phase die notwendige Liquidität sichergestellt werden.

nehmens dar und ermöglicht dadurch dem Mezzanine-Kapitalgeber, sich direkt am Wertzuwachs der Gesellschaft zu beteiligen. Ziel ist es, damit die Rendite des eingesetzten Mezzanine-Kapitals zu erhöhen. Die Konditionen, zu welchen der Kicker ausgeübt werden kann bzw. werthaltig ist («in-the-money»), werden zu Beginn der Laufzeit fixiert. Der Investor hat aber in der Regel nicht im Sinn, eine Eigentumsposition am finanzierten Unternehmen einzugehen. Deshalb übt er die Option – sofern werthaltig – normalerweise auch nicht aus, sondern stellt sie vor Verfall glatt, d. h. die Option wird vom Investor zum aktuellen Wert an das Unternehmen verkauft.

In der Praxis werden die verschiedenen Vergütungsformen häufig miteinander kombiniert. Gerade darin liegt wohl der grösste Vorteil der Mezzanine-Finanzierung gegenüber der klassischen Kreditfinanzierung: Die Verzinsung und Rückzahlung des Mezzanine-Kapitals lassen sich flexibel an die Liquiditätssituation eines Unternehmens anpassen. Beispielsweise kann in der Wachstumsphase einer Firma, wenn zu Beginn die Rückflüsse aus einer Investition noch gering sind, die Vergütung so strukturiert werden, dass vergleichsweise nur ein kleiner Teil jährlich ausbezahlt wird und ein weiterer Teil bis zum Ende aufläuft und dann als Einmalzahlung fällig wird (Figur 7). Dadurch kann die Liquiditätsbelastung am Laufzeitanfang niedrig gehalten werden. Bei der traditionellen Kreditfinanzierung dagegen fallen die Kosten für Zinsen und Amortisation gleichmässig über den Investitionszeitraum an und belasten auf diese Weise die Liquidität laufend. Dadurch wird der Finanzierungshöhe mittels Krediten aus operativer Sicht Grenzen gesetzt.

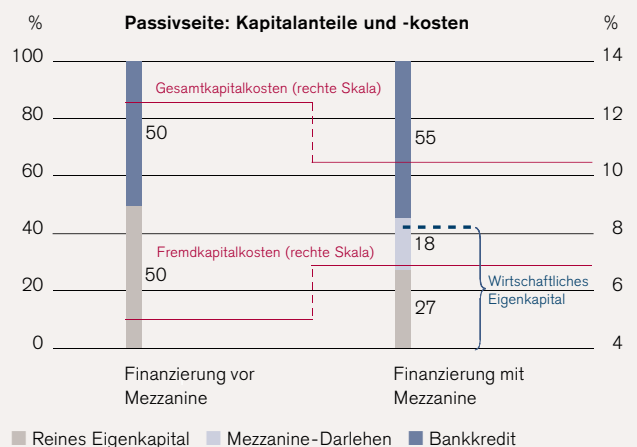


Figur 6
Modellrechnung einer Mezzanine-Finanzierung

Modellrechnung für eine Mezzanine-Finanzierung eines Unternehmens, welches für eine Investition Fremdkapital in der Höhe von 5 Mio. CHF aufnehmen möchte. Als «normaler» Bankkredit kann jedoch nur 3 Mio. CHF abgedeckt werden (z.B. maximale Höhe der normalen Bankkreditverschuldung erreicht). Die benötigten restlichen 2 Mio. CHF könnten nun als Mezzanine-Darlehen gewährt werden.

	Finanzierung vor Mezzanine		Finanzierung mit Mezzanine	
	Mio. CHF	Kapitalkosten	Mio. CHF	Kapitalkosten
Bankkredit (senior)	3	5.0 %	6	5.0 %
Mezzanine-Darlehen	0		2	12.0 %
Fremdkapital	3	5.0 %	8	6.8 %
Eigenkapital	3	20.0 %	3	20.0 %
Gesamtkapital	6	12.5 %	11	10.4 %

(Annahmen: Bankkredit zu 5%, Mezzanine-Darlehen zu 12%, Eigenkapital zu 20%)



Die Aufnahme von Mezzanine-Kapital hat zwei Effekte: 1. Die gewichteten Fremdkapitalkosten steigen zwar von 5.0% auf 6.8%. Aufgrund des Hebeleffektes sinken die gewichteten Gesamtkapitalkosten des Unternehmens jedoch von 12.5% auf 10.4%; 2. Der (wirtschaftliche) Eigenkapitalanteil geht lediglich von 50% auf 42% zurück (anstatt auf 27%), weil 80% des Mezzanine-Darlehens (d.h. 1.6 Mio. CHF von 2.0 Mio. CHF) als wirtschaftliches Eigenkapital angesehen werden.

Quelle: Credit Suisse Economic Research

4 Mezzanine-Finanzierung in der Praxis

4.1 Vielfältige Einsatzmöglichkeiten

- Eignet sich für ertragskräftige Unternehmen
- Unterstützt Wachstums- und Expansionsfinanzierung
- Bietet sich als Finanzierungsinstrument bei Änderungen der Eigentümerstrukturen oder bei der Abspaltung von Unternehmensteilen an

Bedingt durch die Nachrangigkeit und die fehlende Besicherung kann der Mezzanine-Kapitalgeber seinen Investitionsentscheid nicht auf dingliche Sicherheiten stützen. Die Rückzahlungsfähigkeit für aufgenommenes Kapital beruht daher im Wesentlichen auf der Summe der Mittelzuflüsse (Cash Flow), die in der Zukunft durch das Unternehmen erwirtschaftet werden können. Eine wichtige Voraussetzung für die Aufnahme von Mezzanine-Kapital ist deshalb eine stabile unternehmerische Ausgangsbasis hinsichtlich Ertragskraft und Marktstellung. Aber auch qualitative Faktoren wie die Erfahrung (Track Record) und die

Qualität des Managements sowie ein adäquates Rechnungswesen spielen eine wichtige Rolle für den Investitionsentscheid. In erster Linie kommen deshalb etablierte Unternehmen mit stabilen und starken Cash Flows sowie nachhaltig positiven Entwicklungsperspektiven für Mezzanine in Betracht (Figur 8).

Bezogen auf die Entwicklungsphase eines Unternehmens liegt der Schwerpunkt von Mezzanine Finance auf der Finanzierung von Wachstums- und Expansionsvorhaben sowie insbesondere von Management-Buy-outs (MBO) bzw. Management-Buy-ins (MBI, Erklärung siehe Figur 9, Seite 12) im Rahmen von Unternehmensnachfolgeregelungen oder Abspaltungen von Unternehmensteilen. Die Bedeutung für MBO's lässt sich darauf zurückführen, dass in der Regel die Privatmittel eines Managements beschränkt sind, so dass ein grosser Teil des Kaufpreises von dritter Seite bereitgestellt werden muss. Hierfür ist Mezzanine-Kapital eine besonders geeignete Finanzierungslösung, da das Management in den meisten Fällen nicht über ausreichende Sicherheiten verfügt, welche für eine traditionelle Kreditfinanzierung notwendig sind. Hybride Finanzierungsformen können aber auch in weniger dynamischen Perioden (Reifephase) zur Optimierung des Finanzierungsmixes eingesetzt werden. Überbrückungen (Bridge Loans¹⁰) und Refinanzierungen kommen ebenfalls für den Einsatz von Mezzanine-Kapital in Frage. Die Mezzanine-Finanzierung stellt in diesen Unternehmensphasen eine sinnvolle Ergänzung zur klassischen Fremd- und Eigenmit-

Figur 8

Finanzierungsvoraussetzungen und -hemmnisse

Finanzierungsvoraussetzungen

- Selbstfinanzierungsmöglichkeiten sind ausgeschöpft und Kreditmittel stehen nicht oder nicht ausreichend zur Verfügung
- Starke Marktstellung in Bezug auf Produkte/Technik und Marktanteile
- Gesunde Finanzlage und gute Ertragskraft mit möglichst regelmässigem Gewinnzuwachs
- Konzise Unternehmensstrategie und nachhaltig positive Entwicklungsperspektiven
- Positive, stabile und gut prognostizierbare Cash Flows
- Adäquates Finanz- und Rechnungswesen sowie offene Informationspolitik
- Qualität und Kontinuität der Unternehmensführung

Quelle: Credit Suisse Economic Research

Finanzierungshemmnisse

- Unzureichende Ertrags-/Cash-Flow-Situation
- Hoher Verschuldungsgrad
- Geringe Eigenkapitalausstattung
- Volatiler Geschäftsverlauf
- Schwache Marktposition und negative Entwicklungsperspektiven
- Restriktives Informationsverhalten
- Ungenügendes Finanz- und Rechnungswesen
- Start-up/geringe Geschäftserfahrung
- Qualifizierung und Erfahrung des Managements ungenügend

¹⁰ Bridge Loans sind kurzfristige, zweckgebundene Überbrückungsfinanzierungen für eine spätere definitive (Kapitalmarkt-) Finanzierung. Nachdem das zu finanzierende Geschäft mit Hilfe des Überbrückungskredits abgeschlossen ist, wird unter Nutzung verschiedener Finanzierungsinstrumente (z.B. Anleihenemission, Kapitalerhöhung, Syndikatskredit usw.) die langfristige Finanzierung strukturiert. Am häufigsten werden Überbrückungsfinanzierungen bei Akquisitionen (Akquisitions-bridge-Finanzierungen) eingesetzt.

telfinanzierung dar und bietet Unternehmen mit entsprechendem Cash Flow und entsprechenden Wachstumsaussichten eine attraktive Möglichkeit, Mittel in grösserem Umfang aufnehmen zu können.

Vergleich zum herkömmlichen Bankdarlehen teureres Finanzierungsinstrument. Es ist daher als eine Ergänzung zu klassischem Fremdkapital zu betrachten und nur dann sinnvoll, wenn der Mittelbedarf grösser ist als das durch die traditionelle Kreditfinanzierung und Eigenmittel aufbringbare Volumen.

4.2 Einschränkungen

Ausgehend von den grundlegenden Voraussetzungen (Figur 8, Seite 11) für Mezzanine ist diese Finanzierungsform für bestimmte Unternehmenstypen und -phasen nicht geeignet. Dies gilt in erster Linie für die Finanzierung von Firmengründungen oder frühen Unternehmensphasen, der sogenannten Early-Stage-Phase (Figur 9). Neben einem hohen Investitionsbedarf ist die Planungssicherheit der Mittelflüsse bei jungen Unternehmen in der Aufbauphase häufig unsicher. Weiter besteht das Risiko, dass sie sich mit ihren Produkten oder Dienstleistungen am Markt nicht behaupten können. Die Ausfallwahrscheinlichkeit der eingesetzten Mittel ist deshalb relativ gross. Mezzanine-Kapital bietet in solchen Entwicklungsphasen keine Alternative zu klassischem Eigenkapital. Auch der Einsatz von traditionellem Fremdkapital ist nicht geeignet für Gründungsfinanzierungen. Grundsätzlich ist Fremdkapital nicht da, um Unternehmerrisiken zu tragen. Das Geschäftsrisiko sollte in erster Linie vom Eigenkapital getragen werden.

Aber auch zur Restrukturierungs- oder Turnaroundfinanzierung eines Unternehmens eignet sich die Mezzanine-Finanzierung prinzipiell nicht, weil während solcher Phasen die Entwicklung der Mittelflüsse gewöhnlich volatil und schwer prognostizierbar ist. Erst wenn die Ertragswende nachhaltig vollzogen ist, können in einem nächsten Schritt bei Bedarf auch hybride Finanzierungsformen in Betracht gezogen werden. Ebenso darf Mezzanine-Kapital nicht als Substitut für den klassischen Kredit angesehen werden – beispielsweise für einen mangels genügender Bonität abgelehnten Kreditantrag. Mezzanine ist ein im

Figur 9
Unternehmensphasen und Aussenfinanzierungsquelle

Unternehmensphase	Seed	Start-up	Aufbau	Expansion	Reife	Wachstum	Gesellschafterwechsel
Fremdkapital			Investitionsgüterleasing Kredit-/ Anleihenfinanzierung				
Mezzanine-Kapital				Mezzanine-Finanzierung			MBO-, MBI-Finanzierung
				Wachstums- und Expansionsfinanzierung			
Eigenkapital	Private Equity (u. a. Seed und Venture Capital)						
	Familie / Business Angels		Kapitalmarktfinanzierung (Aktien)				

Erklärung Begriffe: **Private Equity** ist der Oberbegriff, der den gesamten Markt für privates Beteiligungskapital (Risikokapital) umfasst. **Seed** bzw. **Venture Capital** sind die Begriffe für Private-Equity-Kapital für die Seed bzw. Start-up-Phase eines Unternehmens. **Seed** ist die Entstehungsphase eines Unternehmens, d. h. die Phase vor der Gründung, in der ein marktfähiges Konzept einer Idee entwickelt wird. Die Seed-Finanzierung dient meistens der Produktentwicklung und der Marktforschung. Ein **Start-up** ist ein Unternehmen in der Gründungsphase, das gerade beginnt, seine Strukturen aufzubauen und sein Leistungsspektrum zu vermarkten. Seed- und Start-up-Phase werden unter dem Oberbegriff **Early-Stage-Phase** zusammengefasst. Bei einem **MBO** bzw. **MBI** wird das Unternehmen oder ein Teil davon an das bestehende Management (MBO) oder an ein neues Management (MBI) veräussert. Typische Buy-out/ Buy-in-Situationen sind Gesellschafterwechsel (z. B. Nachfolge) und Abspaltungen bei Konzernen (Spin-off).

Quelle: Credit Suisse Economic Research

5 Der Markt für Mezzanine-Finanzierungen

5.1 Eine Bestandaufnahme für Europa

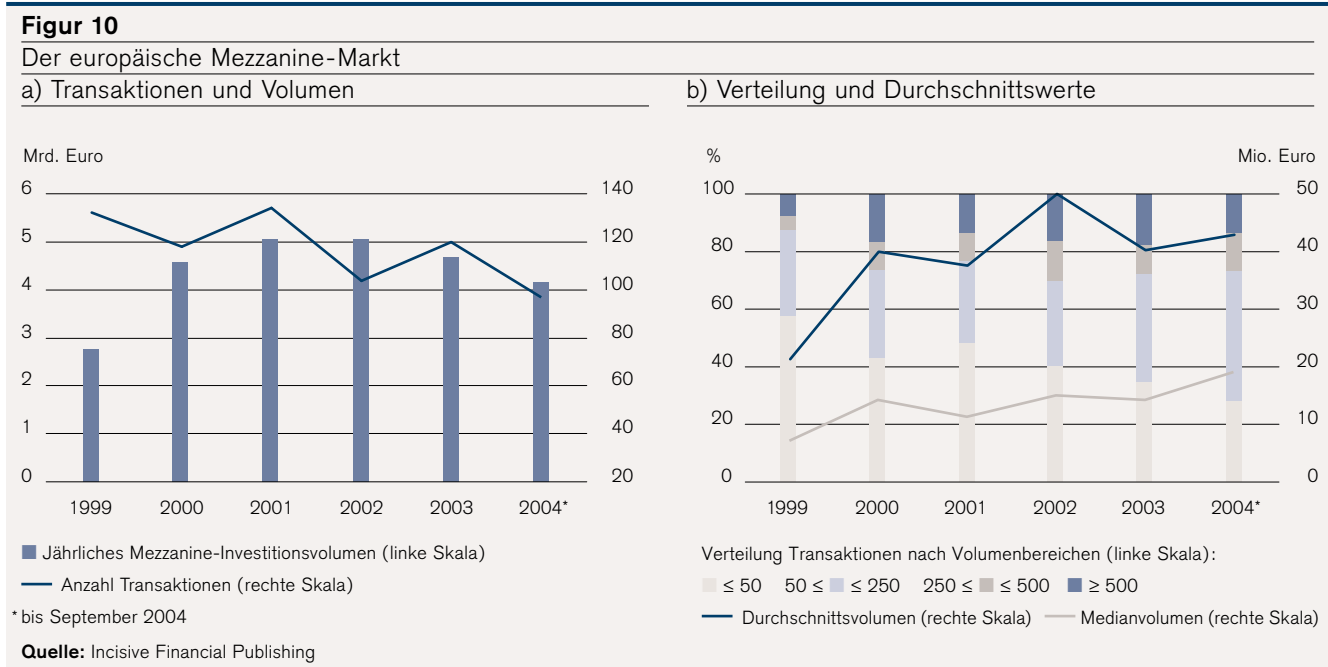
- Ausgewiesene jährliche Transaktionsvolumen zwischen 4 und 5 Mrd. Euro
- Ein Drittel aller Transaktionen kleiner als 50 Mio. Euro
- Gesellschafterwechsel sind die häufigsten Auslöser von Mezzanine-Finanzierungen in Europa

Die Anwendung hybrider Formen der Unternehmensfinanzierung ist nicht neu. Bereits seit den achtziger Jahren wird Mezzanine Finance in den USA eingesetzt – vorwiegend im Management-Buy-out-Bereich. Im europäischen Raum fand dieses Instrument zu Beginn der neunziger Jahre Anwendung.¹¹

Genauere Angaben zur länderspezifischen Bedeutung von Mezzanine in Europa und der Schweiz im Speziellen gibt es bislang nicht. Die vielfältigen Erscheinungs- und Ausgestaltungsformen sowie die unterschiedlichen Bezeichnungen von Mezzanine-Kapital machen es schwierig, exakte Volumina zu erfassen. Insbesondere über Mez-

zanine-Transaktionen von Banken liegen bis heute keine verlässlichen Daten vor. Unter anderem ist dies darauf zurückzuführen, dass nachrangige Kredite oftmals nicht als Mezzanine-Finanzierung qualifiziert werden und so nicht Eingang in die Statistik finden. Ausserdem lässt sich das Ausmass stiller Beteiligungen von Privatpersonen kaum messen. Präzise Aussagen über die Rolle von Mezzanine-Kapital in der Unternehmensfinanzierung sind vor diesem Hintergrund daher noch nicht möglich.

Einen Eindruck vom europäischen Mezzanine-Markt und dessen Entwicklung vermittelt die Studie «The Europe Mezzanine Review 2004» des Informationsunternehmens Incisive Financial Publishing¹². Allerdings beschränkt sich die Erhebung in erster Linie auf Mezzanine-Transaktionen, in welche Private-Equity-Gesellschaften involviert sind. Gemäss dieser Studie ist das in Europa investierte Volumen von Mezzanine-Kapital seit Mitte der neunziger Jahre stark gewachsen. Zwischen 1993 und 1996 bewegte sich das jährliche Transaktionsvolumen in der Gröszenordnung von 250 bis 800 Mio. Euro. Danach stiegen die Volumina sprunghaft an und schwanken seither zwischen 4 und 5 Mrd. Euro (Figur 10). Die durchschnittliche Höhe der Mezzanine-Finanzierungen betrug zwischen 1999 und 2004 zwischen 20 und 43 Mio. Euro, wobei die Medianwerte in dieser Zeitspanne deutlich tiefer lagen. In Bezug auf die Anzahl Transaktionen dominieren Mezzanine-Finanzierungen mit einem Wert zwischen 50 und 250 Mio. Euro; etwa ein Drittel ist kleiner als 50 Mio. Euro.



11 Vgl. Müller-Känel (2004).

12 Incisive Financial Publishing (UK) ist ein führender Anbieter von spezifischen Informationen über den europäischen Private-Equity- und Venture-Capital-Markt.

Hinsichtlich Anzahl Finanzierungen und Volumen ist Grossbritannien (40%) der wichtigste europäische Mezzanine-Markt, vor Frankreich (21%) und Deutschland (13%). Dies ist im Wesentlichen darauf zurückzuführen, dass der britische Risikokapitalmarkt entwickelter ist als in den letztgenannten Ländern (Figur 11). Zudem existiert in diesen Volkswirtschaften eine genügend grosse Anzahl Unternehmen, die für Mezzanine-Finanzierungen in Frage kommen.

In der Schweiz sind Mezzanine-Instrumente eine noch kaum bekannte Finanzierungsform und kommen deshalb noch wenig zur Anwendung. Dies zeigt sich unter anderem am Volumen von Mezzanine, welches derzeit im Verhältnis zur klassischen Kreditfinanzierung noch wenig ins Gewicht fällt, und an der Anzahl Transaktionen. Gemäss

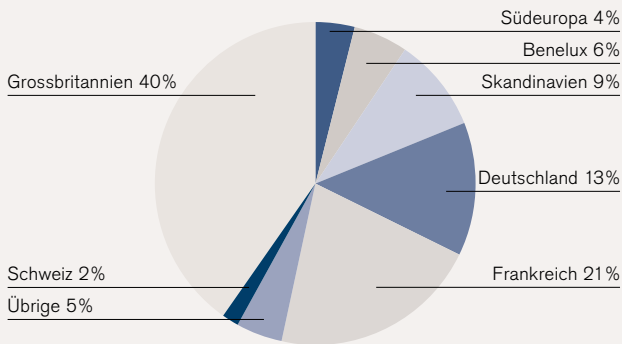
Angaben von Incisive Financial Publishing bewegte sich in der Schweiz zwischen 1999 und 2004 das jährlich investierte Mezzanine-Kapitalvolumen im Bereich von 0 bis 260 Mio. Euro (Figur 11). Kumuliert über diese Zeitspanne entspricht dies einem Anteil von 2% am europäischen Mezzanine-Markt. Da jedoch wie oben erwähnt nicht alle hybriden Finanzierungen exakt als Mezzanine-Transaktionen erfasst werden – insbesondere diejenigen von Banken –, dürften das tatsächliche Volumen und die Anzahl Mezzanine-Finanzierungen hierzulande höher sein. Oft verbuchen Banken Mezzanine-Finanzierungen als spezielle Kreditlösungen.

Bisher fand in Europa die Mezzanine-Finanzierung vorwiegend bei Änderungen der Eigentümerverhältnisse

Figur 11

Mezzanine-Finanzierungen in Deutschland und der Schweiz

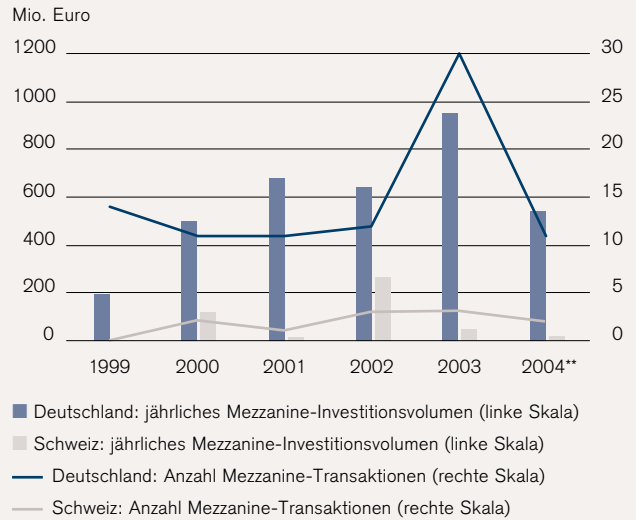
a) Geografische Verteilung*



* Gemessen am investierten Mezzanine-Volumen der letzten 6 Jahre (1999 bis Sept. 2004); ** bis September 2004

Quelle: Incisive Financial Publishing

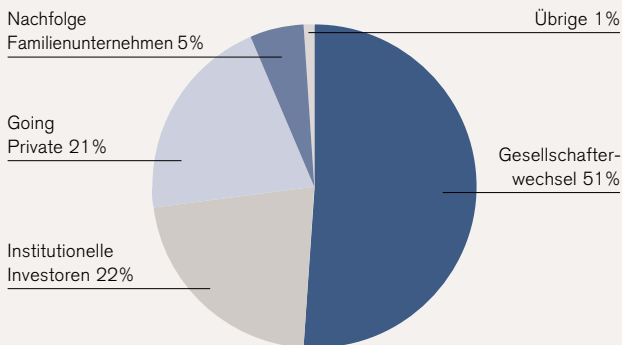
b) Transaktionen und Volumen



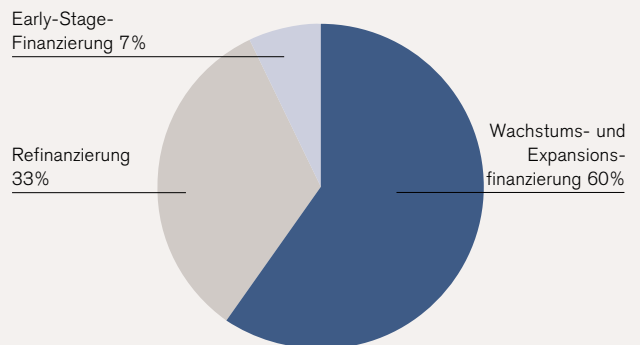
Figur 12

Mezzanine-Finanzierungen nach Anlassfall

a) Buy-out-Bereich*



b) Non-Buy-out-Bereich*



* Gemessen am investierten Mezzanine-Volumen der letzten 6 Jahre (1999 bis Sept. 2004)

Quelle: Incisive Financial Publishing

Anwendung. Die Bedeutung von Mezzanine-Kapital für die Wachstums- und Expansionsfinanzierung ist noch gering. So entfallen 86% des investierten Volumens und 75% der Transaktionen auf den Buy-out-Bereich. In den USA als Vergleich ist das zahlenmässige Verhältnis zwischen Management-Buy-outs sowie Wachstums- und Expansionsfinanzierungen ausgeglichen. Differenziert nach Finanzierungsanlässen¹³ innerhalb des Buy-out-Bereiches betreffen 51% des investierten Volumens Käufe und Verkäufe von Unternehmen bzw. Unternehmensteilen. 22% entfallen auf institutionelle Investoren, welche sich mittels Mezzanine-Kapital refinanzieren, 21 auf Going-Private-Transaktionen¹⁴ und 5% auf Nachfolgeregelungen bei Familienunternehmen (Figur 12). Ausserhalb des Buy-out-Bereiches fallen Wachstums- und Expansionsfinanzierungen am stärksten ins Gewicht (60%). Trotz der starken Buy-out-Orientierung ist zu erwarten, dass im europäischen Raum die Bedeutung von Mezzanine als Instrument für die Finanzierung von Wachstums- und Expansionsphasen wie auch für Refinanzierungen eines Unternehmens zunehmen wird. Dadurch dürfte der Mezzanine-Markt zusätzliche Impulse erhalten.

5.2 Die Sicht der Investoren

Aus der Sicht der Investoren bieten Mezzanine-Finanzierungsformen Anlagemöglichkeiten im eigenkapitalähnlichen Bereich mit adäquaten Renditechancen. Im Gegensatz zum Eigenkapitalgeber trägt der Mezzanine-Investor aber nicht das volle Exitrisiko¹⁵, weil bei der Mezzanine-Finanzierung in der Regel die Rückführung des Kapitals vertraglich geregelt und die Vergütung durch die Mittelflüsse des Unternehmens gedeckt ist. Zudem verfügen

Mezzanine-Investoren im Vergleich zu Eigenkapitalgebern über einen gewissen Kapitalschutz. Während bei reinen Eigenkapitalinvestitionen im Konkursfall lediglich residuale Ansprüche geltend gemacht werden können, verfügt Mezzanine-Kapital über einen gewissen Fremdkapitalstatus (Figur 13).¹⁶

Neben der Direktinvestition kann die Anlage in Mezzanine über spezielle Mezzanine-Fonds erfolgen, welche Unternehmen – in der Regel mittleren und grossen Firmen – Mezzanine-Kapital bereitstellen. Dadurch bietet sich den Investoren ein alternatives Anlagesegment, welches nur schwach mit Aktien- und Anleihenmärkten korrelieren sollte und damit optimale Diversifikationsmöglichkeiten bietet. Eine Alternative zu Mezzanine-Fonds bildet die Anlage in strukturierte Wertpapiere – sogenannte Collateralized Loan Obligations (CLO) –, welche mit Forderungsrechten aus verbrieftem Mezzanine-Kapital bzw. nachrangigen Darlehen besichert sind. Ein Beispiel dafür sind PREPS™ (Preferred Pooled Shares)¹⁷ – eine Verbriefungsplattform, die mittleren und grossen Unternehmen die Möglichkeit bietet, Nachrangkapital indirekt über den Kapitalmarkt aufzunehmen. Dabei werden Mezzanine-Finanzierungswünsche von Unternehmen aus verschiedenen Wirtschaftssektoren und Regionen gebündelt und dann die nachrangigen Mittel direkt am Kapitalmarkt beschafft.

In der Schweiz sind hybride Finanzierungsformen, insbesondere bei den KMU, noch ziemlich unbekannt. Von einem Schweizer Mezzanine-Markt kann daher nicht gesprochen werden. In erster Linie setzten bisher in- und ausländische Private-Equity-Gesellschaften situativ bei Risikokapitaltransaktionen Mezzanine-Mittel ein. Allerdings hat in jüngster Zeit das Thema Mezzanine Finance auch für die hiesigen

Figur 13

Vor- und Nachteile von Mezzanine für Investoren

Vorteile

- Zugang zu neuem Anlagesegment
- Rendite im eigenkapitalähnlichen Bereich
- Von Aktien- und Anleihenmärkten losgelöste Anlageform
- Optimale Diversifikationsmöglichkeiten
- Geringeres Exitrisiko und ein gewisser Kapitalschutz im Vergleich zu Beteiligungsfinanzierung (Private Equity)

Nachteile

- Schwieriger vorzeitiger Ausstieg
- Falsche Bonitätseinschätzung führt zur Verschlechterung der Rendite

Quelle: Credit Suisse Economic Research

13 Gemessen am investierten Mezzanine-Volumen der letzten 6 Jahre (1999 bis Sept. 2004).

14 Rückzug eines Unternehmens von der Börse durch den Rückkauf der Aktien.

15 Risikokapitalgeber (z.B. Private-Equity-Gesellschaften) stellen Kapital in der Regel langfristig, ohne Rückzahlungsverpflichtung und unbesichert zur Verfügung. Dafür erhalten sie Anteile am Eigenkapital. Risikokapitalgeber sehen ihr wirtschaftliches Interesse nicht in einem vom Kapitalnehmer zu zahlenden Zins, sondern im eigentlichen wirtschaftlichen Erfolg zum Beispiel in Form steigender Aktienkurse oder zukünftiger Gewinne. Die Rendite erzielen sie durch den Verkauf der Anteile am Ende des Investitionszeitraumes (Exit) etwa durch einen Verkauf der Unternehmensanteile oder durch einen Börsengang (IPO). Der Zeitpunkt richtet sich dabei nach der individuellen wirtschaftlichen Unternehmenssituation. Er ist aber nicht vorbestimmt wie im Falle der Mezzanine-Finanzierung. Entsprechend trägt der Eigenkapitalgeber ein höheres Ausstiegsrisiko (Exitrisiko) als der Mezzanine-Investor.

16 Vgl. Müller-Känel (2004).

17 Von der Capital Efficiency Group AG (Zug) entwickelte führende europäische Emissionsplattform für Mezzanine-Kapital.

Banken an Bedeutung gewonnen, was sich am zunehmenden Angebot hybrider Finanzierungsprodukte – insbesondere für KMU – zeigt. In der Ausgestaltung von Mezzanine-Finanzierungen werden von den Banken im Markt sowohl standardisierte Formen wie auch flexible Lösungen bezüglich Laufzeiten, Rückzahlungsmodalitäten sowie Verzinsungsregelungen angeboten. Der Fokus liegt auf der Finanzierung von Wachstums- und Expansionsvorhaben sowie von Nachfolgeregelungen und Gesellschafterwechseln.¹⁸ Letztere werden in den kommenden Jahren stark an Bedeutung gewinnen. Bedingt durch den demographischen Wandel können Unternehmen immer weniger mit einer familieninternen Nachfolge rechnen.

18 Die Credit Suisse bietet Mezzanine-Finanzierungslösungen in Form von nachrangigen Darlehen (CSA Mezzanine) für KMU und von PREPS™ (Preferred Pooled Shares) für mittelgrosse Unternehmen an. CSA-Mezzanine-Finanzierungen kommen für Schweizer Unternehmen ab einem Umsatz von 10 Mio. CHF in Frage. Der Fokus liegt auf KMU in der Reife-, Wachstums- und Verkaufsphase, zum Beispiel für eine Expansion, Nachfolgeregelung oder strategische Neuausrichtung. Das Finanzierungsvolumen kann zwischen 0.5 bis 5.0 Mio. CHF betragen. Die Laufzeit beträgt 5 bis 8 Jahre, wobei die Tilgung endfällig ausgestaltet ist. PREPS™ ermöglichen die Beschaffung eigenkapitalähnlicher Mittel für Unternehmen mit einem Umsatz ab 50 Mio. CHF und einer investmentgrade äquivalenten Bonität. Das Volumen bei den PREPS™ beträgt zwischen 3 und 15 Mio. Euro pro Unternehmen. Die Laufzeit liegt bei 7 Jahren. Institutionellen Investoren und privaten Anlegern ermöglichen PREPS™, breit diversifiziert in den Mittelstand zu investieren, was bisher über den Kapitalmarkt nicht möglich war.

6 Fazit

Mit Mezzanine-Finanzierungen erweitert sich das Spektrum von Finanzierungsoptionen für die hiesigen Unternehmen. Insbesondere für Firmen mit guter Bonität, deren Mittelbedarf aber die Schwelle für eine Kapitalmarktfinanzierung nicht erreicht, wird der Handlungsspielraum mit diesem Instrument grösser. In diesem Zusammenhang ist Mezzanine-Kapital nicht als Substitut, sondern als Ergänzung zur traditionellen Kreditfinanzierung zu verstehen. Insbesondere dort, wo der Kapitalbedarf die Kapazitäten der herkömmlichen Finanzierungsinstrumente (Eigenmittel, Kredit) übersteigt – zum Beispiel aufgrund mangelnder Verschuldungskapazität oder ungenügender eigener Mittel –, kann der Einsatz von Mezzanine-Finanzierungslösungen sinnvoll sein. Ergänzend zu Eigen- und Fremdkapital vermögen Mezzanine-Mittel aufgrund ihrer hybriden Eigenschaften Finanzierungslücken zwischen dem maximal verfügbaren Fremdkapital und dem Mittelbedarf zu decken.

Allerdings darf die Mezzanine-Finanzierung nicht als «Allheilmittel» bei Finanzierungsschwierigkeiten verstanden werden, zum Beispiel für einen mangels genügender Bonität abgelehnten Kredit oder bei Finanzierungsengpässen infolge schlechten Geschäftsverlaufs. Mezzanine-Kapital ist riskanter als klassisches Fremdkapital, da es ein gewisses Eigenkapitalrisiko beinhaltet. Entsprechend sind auch die Kriterien, welche die Unternehmen für die Inanspruchnahme mezzaniner Mittel erfüllen müssen, wesentlich höher als bei der Kreditfinanzierung. Zielgruppe sind in erster Linie stabile Unternehmen mit hohem Wachstumspotenzial sowie mit starker und nachhaltiger Cash-Flow-Entwicklung. Bezogen auf das Entwicklungsstadium eines Unternehmens eignen sich Mezzanine-Finanzierungen für wachstums- und expansionsorientierte Investitionen sowie für Management-Buy-outs im Rahmen von Nachfolgeregelungen und Gesellschafterwechseln. Mezzanine steht folglich nur ausgewählten Unternehmen zur Verfügung.

Im Verhältnis zur klassischen Kreditfinanzierung hat Mezzanine-Kapital heute noch wenig Gewicht. Es ist aber zu erwarten, dass diese Finanzierungsform vor dem Hintergrund sich stark verändernder Märkte, deren Bearbeitung erhebliche Mittel erfordert, an Bedeutung gewinnen wird.

Anhang: Mezzanine-Finanzierungsinstrumente

Im Folgenden werden die wichtigsten Mezzanine-Finanzierungsinstrumente kurz charakterisiert:¹⁹

Nachrangige Darlehen

Nachrangdarlehen sind die häufigste Mezzanine-Finanzierungsform. Nachrangige Darlehen (Junior oder Subordinated Debt) sind ungesicherte Darlehen, die dadurch gekennzeichnet sind, dass der Rückzahlungsanspruch des Kapitalgebers im Konkursfall mit dem Nachrang gegenüber den «normalen» Fremdkapitalgebern (Senior Debt) versehen ist. Gegenüber Eigenkapitalinvestoren werden nachrangige Darlehensgeber jedoch vorrangig bedient.

Partiarische Darlehen

Partiarische Darlehen sind normale Kredite, wobei allerdings keine feste, sondern eine vom Geschäftsergebnis abhängige Vergütung vereinbart ist. Trotz der Gewinnbeteiligung liegt bei partiarischen Darlehen kein Gesellschaftsverhältnis vor. Eine Verlustbeteiligung wird vertraglich ausgeschlossen. Im Konkursfall partizipiert der partiarische Darlehensgeber wie die übrigen Fremdkapitalgläubiger am Ergebnis der Liquidation.

Stille Beteiligungen

Stille Beteiligungen haben im Vergleich zu nachrangigen und partiarischen Darlehen eine stärker gesellschaftsrechtliche Komponente. Das Merkmal dieser Finanzierungsform besteht darin, dass eine oder mehrere Personen sich an einem Unternehmen beteiligen, ohne aber irgendeine Haftung gegenüber den Gesellschaftsgläubigern zu

übernehmen. Die typische stille Beteiligung gilt nur im Innenverhältnis der Gesellschaft und tritt nach aussen nicht in Erscheinung. Einzelheiten über Beteiligung am Gewinn und Verlust, Mitwirkung bei der Geschäftsführung, Kontroll- und Informationsrechte usw. sind flexibel gestaltbar. Die Verlustbeteiligung des stillen Teilhabers ist ein wesentliches Merkmal dieser Finanzierungsform. Sie kann aber ganz oder teilweise ausgeschlossen werden.

Genussrechte

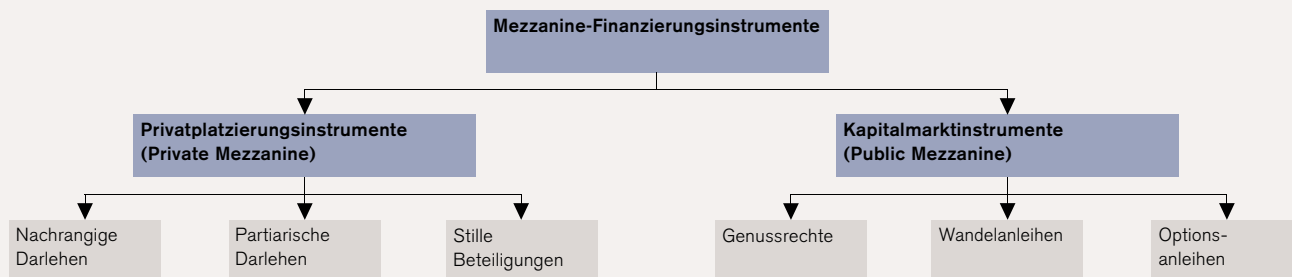
Genussrechte sind gesellschaftsrechtliche Beteiligungen, die keine Mitspracherechte, sondern nur Vermögensrechte (z. B. Anteil am Gewinn oder am Liquidationserlös, Bezug von neuen Aktien) beinhalten. Das heisst: der Genussrechtsinhaber hat keine Stimm- oder Mitwirkungsrechte, mit denen er in die geschäftlichen Belange eines Unternehmens eingreifen kann, sondern nur ein Recht, das sich in einem bestimmten geldwerten Anspruch erschöpft.

Wandel-/Optionsanleihen

Bei Wandel- und Optionsanleihen haben die Obligationäre neben dem üblichen Anspruch auf feste Verzinsung und Rückzahlung des Kapitals zusätzlich das Recht, anstelle der Rückzahlung der Anleihe während einer bestimmten Zeit in einem zum Voraus festgelegten Verhältnis Aktien oder andere Beteiligungspapiere des Unternehmens zu beziehen. Mit der Ausübung des Wandelrechts durch die Kapitalgeber wird Fremd- in Eigenkapital umgewandelt. Das Differenzierungsmerkmal der Options- zur Wandelanleihe ist die Trennung der Option (Bezugsrecht) von der Anleihe und die damit gegebene getrennte Handelbarkeit des Bezugsrechts.

Figur 14

Mezzanine-Finanzierungsinstrumente



Die Darstellung der Mezzanine-Finanzierungsinstrumente ist nicht abschliessend.

Quelle: Credit Suisse Economic Research in Anlehnung an Müller-Känel (2004)

¹⁹ Quelle: Boemle/Stolz (2002).

Bibliographie

Bernet, B., Denk, Ch. (2000): Finanzierungsmodelle für KMU, Bank- und finanzwirtschaftliche Forschungen, Band 314

Boemle, M., Stolz, C. (2002): Unternehmensfinanzierung, 13. Auflage

Broda, B. M. (2003): Mezzanine Finance, Finanzierungslücken flexibel schliessen, in: Der Schweizer Treuhänder, Nr. 11

Brokamp, J., Hollasch, K., Lehmann, G., Meyer, L. (2004): Mezzanine-Finanzierung, Bridging the Gap, Hrsg. Deloitte, 2. Auflage

Credit Suisse (2005): Die Banken im Spannungsfeld von Strukturwandel, Deindustrialisierung und Wachstumsschwäche, Spotlight

Credit Suisse (2005): Systeme der Unternehmensfinanzierung, Economic Briefing Nr. 39

Hofstetter, P., Steinbrecher B. (2003): Wachstumsfinanzierung bei KMU, Mögliche Instrumente und Stolpersteine – Ein Praxisbericht, in: Der Schweizer Treuhänder, Nr. 11

The Europe Mezzanine Review 2004, produced by Incisive Financial Publishing, London

Knaier, H. (2004): Mezzanine-Kapital als Finanzierungsbaustein, in: Zeitschrift Kreditwesen, Nr. 1, S. 31–34

Müller-Känel, O. (2004): Mezzanine Finance, Neue Perspektiven in der Unternehmensfinanzierung, SECA, Band 1, 2. Auflage (Standardwerk zum Thema Mezzanine Finance)

Müller-Känel, O., Barthold, B., Pedernana, M. (Hrsg.) (2004): Mezzanine Finance, Schriften aus dem IFZ Institut für Finanzdienstleistungen Zug, Band 4

Müller-Känel, O., Pedernana, M. (2003): Beliebte Mezzanine Finance, Neue Perspektiven für die Unternehmensfinanzierung, in: NZZ, Nr. 109

Plankensteiner, D., Rehbock, T. (2005): Die Bedeutung von Mezzanine-Finanzierungen in Deutschland, in: Zeitschrift Kreditwesen, Nr. 15, S. 24–28

Rudolph, B. (2004): Analyse hybrider Finanzinstrumente: Mezzanine-Kapital, in: Zeitschrift Kreditwesen, Nr. 1, S. 12–18

Archiv

In der Reihe «Economic Briefing» sind folgende Ausgaben als Printversion erhältlich:

Nr.	Titel	Mat.-Nr.	Mat.-Nr.	Mat.-Nr.	Mat.-Nr.
		Deutsch	Französisch	Italienisch	Englisch
42	Mezzanine Finance – Mischform mit Zukunft (1/06)	1542071	1542072	–	–
41	Schweiz im Wandel – Branchen als Bausteine des Wachstums (10/05)	1542061	1542062	–	–
40	Familienpolitik unter neuen Vorzeichen (8/05)	1542041	1542042	–	–
39	Systeme der Unternehmensfinanzierung (7/05)	1542031	–	–	1542034
38	Zukunft der AHV – für ein Morgen ohne Sorgen (9/04)	1542021	1542022	–	–
37	Der Schweizer Arbeitsmarkt – viel Lohn und wenig Regulierung (6/04)	1512421	1512422	–	–
36	Basel II – Meilenstein der Bankenregulierung (4/04)	1512411	1512412	1512413	–
35	Gestaffelte Kapitalanlage – Rezept zur Abfederung von Börsenturbulenzen (12/03)	1512401	1512402	–	–
34	Öffentliche Finanzen in Schieflage – Hintergründe und Lösungsansätze (9/03)	1512391	1512392	–	–
32	Baustelle berufliche Vorsorge – wie soll es weitergehen? (2/03)	1512371	1512372	1512373	–
31	Phantomrisiken – real und relevant (11/02)	1512361	1512362	–	–
30	Das Schweizer Gesundheitswesen – Diagnose für einen Patienten (8/02)	1512351	1512352	–	–
29	Börsencrashes und die Kunst der Kapitalanlage (6/02)	1512341	1512342	–	–
28	Europäische Union – die grosse Erweiterung nach Osten (5/02)	1512331	–	–	–
27	Bevölkerung und Einkommen – ein Vergleich der Schweizer Kantone (2/02)	1511831	–	–	–
24	Bildungspolitik als Schlüsselfaktor der Wissensgesellschaft (8/01)	1511701	–	–	–

Sämtliche Ausgaben können als PDF im Internet heruntergeladen werden (www.credit-suisse.com/research). Für Einzelexemplare siehe Impressum auf Seite 2.

